

蓝科高新(601798)调研报告

——石油石化装备的开拓者

能源/石油石化设备制造

谨慎推荐

首次评级

发布时间：2011 年 11 月 15 日

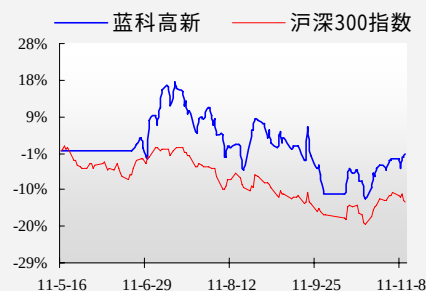
投资要点：

- 大型板壳式换热器是公司在管壳式换热器与板式换热器基础上开发出的一种具有发明专利的新型换热器,是目前国际上先进、高效、节能型换热设备,具有广阔的运用前景。
- 在当前水资源、能源紧张的情况下,板式空冷器作为空冷器技术升级换代的理想产品,在炼油、化工、电力、核能及冶金等能耗、水耗较大的行业有着良好的应用前景。
- 加大油气资源的勘探开发力度,继续有序建设大型炼油化工一体化装置,提升油气钻采和炼油化工设备制造及技术服务水平,将是今后相当一段时期内我国坚定不移的产业发展战略。
- 目前上市公司中的主要相关公司的平均市盈率(2011 年预测值)为 40 倍左右,以此估值,公司股票的市场价格为 20.00 元。基于公司在石油、石化设备制造方面的独特优势,以及良好的成长预期,给予公司股票的目标价格为 19.00 元,对应 2011 年、2012 年预期 P/E 值分别为 38.00 倍和 27.94 倍。给予公司股票“谨慎推荐”的投资评级。
- 风险提示:公司的主导产品大型板壳式换热器的推广应用具有渐进性,由于技术、市场或其它的一些因素的影响可能导致其应用进程产生一定的不确定性,从而影响公司的经营业绩。

业绩预测：

	主营收入 (亿元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (亿元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	6.45	-1.93	1.12	-6.83	0.47	18.03	28.9	
2011E	7.93	23.00	1.60	42.86	0.50		27.2	
2012E	9.52	20.00	2.18	36.25	0.68		20.0	
2013E								

走势图



市场数据

2011-11-14

收盘价：	13.60 元
52 周最高价：	16.30 元
52 周最低价：	11.76 元
平均持仓成本：	13.16 元

基本数据

2011Q3

总股本(万股)：	32,000
流通 A 股(万股)：	32,000
每股收益(元)：	0.36
每股净资产(元)：	5.79
每股经营现金流(元)：	-0.37
市净率：	2.35

分析师：王伟纲

执业证书编号：S0550511010004

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangwg@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

换热器的新宠儿：大型板壳式换热器

作为我国换热器行业的领军企业，公司自主创新产品层出不穷。大型板壳式换热器是公司在管壳式换热器与板式换热器基础上开发出的一种具有发明专利的新型换热器，是目前国际上先进、高效、节能型换热设备，具有广阔的运用前景。

大型板壳式换热器既有板式换热器传热效率高、结构紧凑、重量轻的优点，同时又有管壳式换热器承压高、耐高温、密封性好、安全可靠等优点，并且在节能、降耗、节水、环保等方面表现突出，是石化装置大型化首选的热交换设备。公司是国内唯一的大型板壳式换热器生产商，国外也仅有法国 Alfa laval Packinox 公司可以工业化生产。根据有关测算，大型板壳式换热器国内年需求将超过 30 亿元，而公司目前的销售额还不到 2 亿元，增长空间巨大。

目前，热交换产品仍然是公司的第一大类产品，其中大型板壳式换热器又是最重要的产品。因此，大型板壳式换热器良好的发展前景对于公司的持续增长将起到决定性的作用。公司各项业务收入占比如图 1 所示。

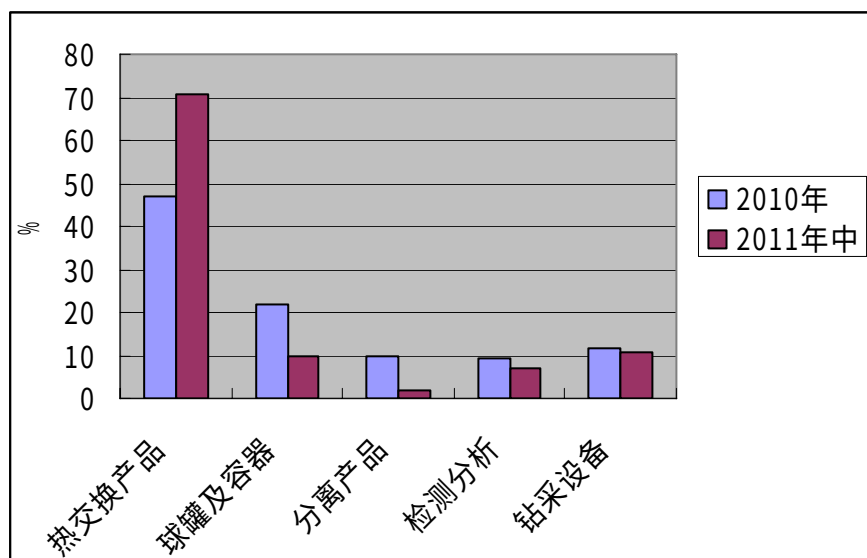


图 1 公司各项业务收入占比示意图

数据来源：公司各期报告、东北证券

然而，大型板壳式换热器的发展也将面临一定的挑战。首先，由于其应用至今才只有十年左右的时间，市场认知度低；其次，产品的应用范围也有一定的局限性，其并不适用于中小型换热设备，也不适用于高压换热设备。因此，新建的大型炼油石化装置将成为该产品的主要适用领域。再者，原有装置的扩建升级也是该产品的应用领域。此外，公司借助与国内工程公司的合作，努力开拓海外市场，力争用 3~5 年的时间使得该产品的境外销售出现较大突破。

大型板壳式换热器适应了石化设备大型化的趋势，属于石化领域的重大技术装备国产化的成功产品之一。公司通过募集资金项目的投入，将新增大型板壳式换热器生产能力 25 台套/年，产能增长一倍以上。公司预计至明年下半年，募集资金项目的一期工程将建成投产，新增产能将部分开始释放。可以相信，基于在功能性、经济性、社会性等诸多方面的优势，大型板壳式换热器一定会有良好的发展前景，也将成为公司最重要的利润增长点。

高效节能空冷器：板式空冷器

公司的板式空冷器技术为国内首创、拥有自主知识产权，技术水平为国际领先水平。板式空冷器突破传统空冷器的结构限制，将传统空冷器与板式空冷器的优点结合在一起，既有空冷器节水效果好、环境污染小的特点，又具有占地面积小、传热效率高、流通面积大、阻力降低、结构紧凑、可大型化等优异的技术性能。传统管式空冷器与板式空冷器的性能比较如表 1 所示。

表 1 传统管式空冷器与板式空冷器性能比较表

类型	传热系数	污垢热阻	压降	紧凑度	重量	占地面积	投资比例
管式空冷器	1.0	1.0	1.0	78 平方/立方	1.0	1.0	1.0
板式空冷器	2.0~3.0	0.2~0.25	0.3~0.5	220 平方/立方	0.5	0.4~0.6	0.5~0.9

数据来源：公司招股说明书、东北证券

注：假定管式空冷器的各项性能系数为 1。

在当前全球水资源、能源紧张的情况下，板式空冷器作为空冷器技术升级换代的理想产品，在炼油、化工、电力、核能及冶金等能耗、水耗较大的行业有着广阔的应用前景。根据有关测算，板式空冷器国内年需求将在 10 亿元左右，而目前公司年销售该产品仅几千万元，增长空间巨大。板式空冷器国内尚无其他企业生产，公司的竞争对手都是国外企业。公司的产品更加贴近客户，响应更快，产品设计费用、生产成本更低，公司产品的性价比优势十分明显。板式空冷器也是公司募投项目的四大产品之一，于 2013 年建成后将新增产能 7000 吨/年，将是公司利润增长点之一。

其他创新型产品

大型板式空气预热器是公司自主研发的一种具有发明专利的新型空气预热器，是目前国际上先进的新型空气预热装置。大型板式空气预热器具有传热效率高、压降低、结构紧凑、重量轻、寿命长、不易积灰、检修方便等优点，其综合技术经济性能明显好于其它类型的空气预热器。大型板式空气预热器作为锅炉、加热炉以及废弃催化焚烧炉等废热回收的关键节能、环保装备，可广泛应用于炼油化工、化肥、冶金、电力、环保等行业，具有广阔的市场前景。

板式空气预热器虽然工业应用时间不长，但已显示出强大的技术经济优势。新建装置开始大批量采用板式空气预热器，在用装置扩能改造更离不开板式空气预热器。板式空气预热器是烟气余热回收系统预热设备的首选。大型板式空气预热器技术填补了我国在这一装备技术领域的空白，价格为进口产品的 30~60%。根据有关预测，大型板式空气预热器国内年需求将超过 25 亿元，1250 套以上。公司募投项目投产后，将新增大型板式空气预热器 80 套/年，成为公司又一利润增长点。

公司募投项目的最后一个产品就是 15 台套/年油水分离装置。该产品主要运用于海洋油气开采，属于公司自主创新产品。海上油气资源丰富、潜力大，已成为全球油气勘探开发的热点，近年来全球油气重大发现 50%以上来自于海上。根据有关预测，海上油气水分离装置国内年需求将在 20 亿元，150 套左右。公司在国内油气水分离器市场处于领先地位，且一直参与国际市场竞争。可以相信，随着海洋油气开发量的不断上升，公司的油气水分离器的销售前景将值得期待。

做大作强，走向国际

公司主营石油、石化设备制造，分别属于石油钻采设备制造业和炼油化工设备制造业两个子行业。这两个行业的发展状况是与世界经济和我国宏观经济基本面密切相关的。2008 年以来，由于受到国际金融危机的影响，使得经济下滑，石油石化设备订单减少。由于设备制造业具有一定的滞后性，因此，到 2009、2010 年这两个行业才见底，然后逐步回升。我国石油钻采设备制造业和炼油化工设备制造业景气示意如图 2、图 3 所示。

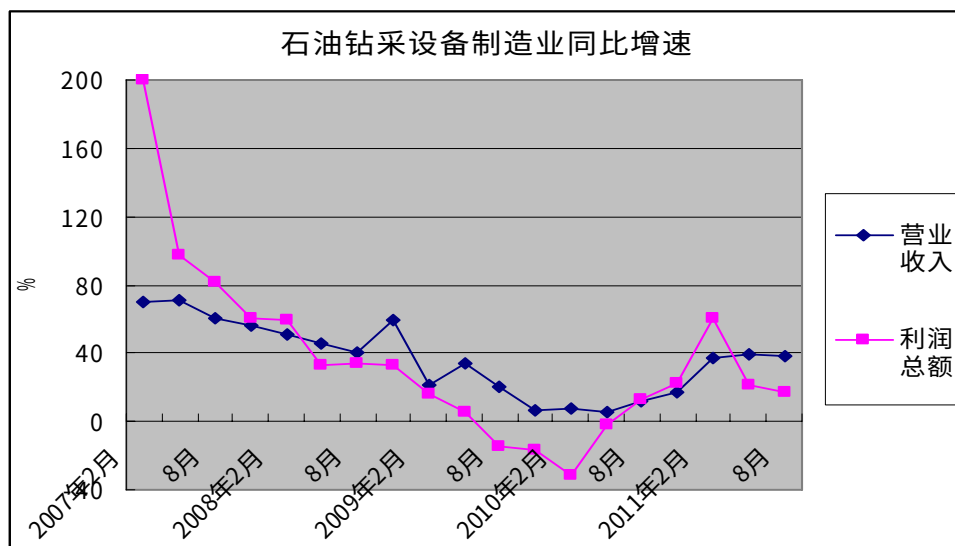


图 2 我国石油钻采设备制造业景气示意图

数据来源：中国石油和化工经济数据快报、东北证券

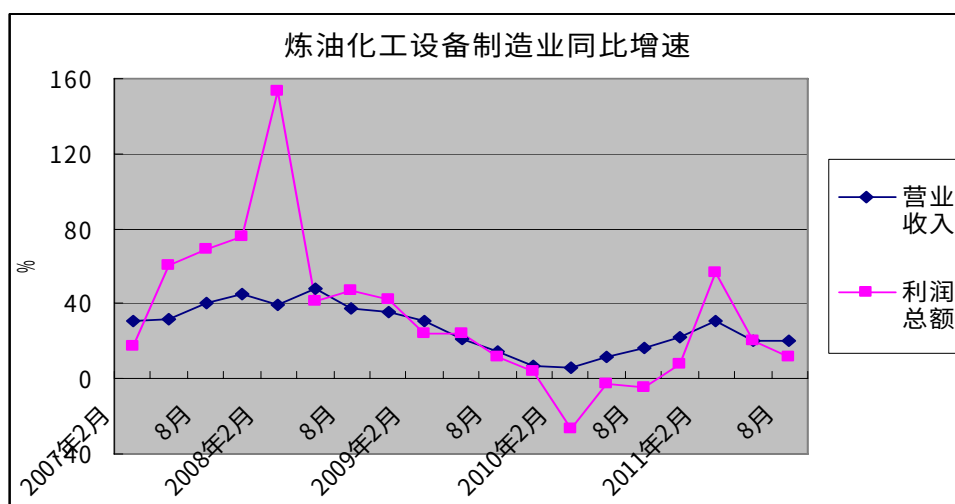


图 3 我国炼油化工设备制造业景气示意图

数据来源：中国石油和化工经济数据快报、东北证券

石油、石化行业是我国重要的基础能源、原材料行业，随着我国国民经济的发展，石油、石化行业的突出重要地位愈发显现。我国的石油对外依存度已经突破 50%，并仍然呈现不断上升的趋势；我国天然气的对外依存度也已接近 20%；我国的乙烯及其衍生

物的对外依存度仍然在 30%以上。因此，加大油气资源的勘探开发力度，继续有序建设大型炼油化工一体化装置，提升油气钻采和炼油化工设备制造及技术服务水平，将是今后相当一段时期内我国坚定不移的产业发展战略。中石油、中石化和中海油三大油公司近年来的资本支出如图 4 所示。

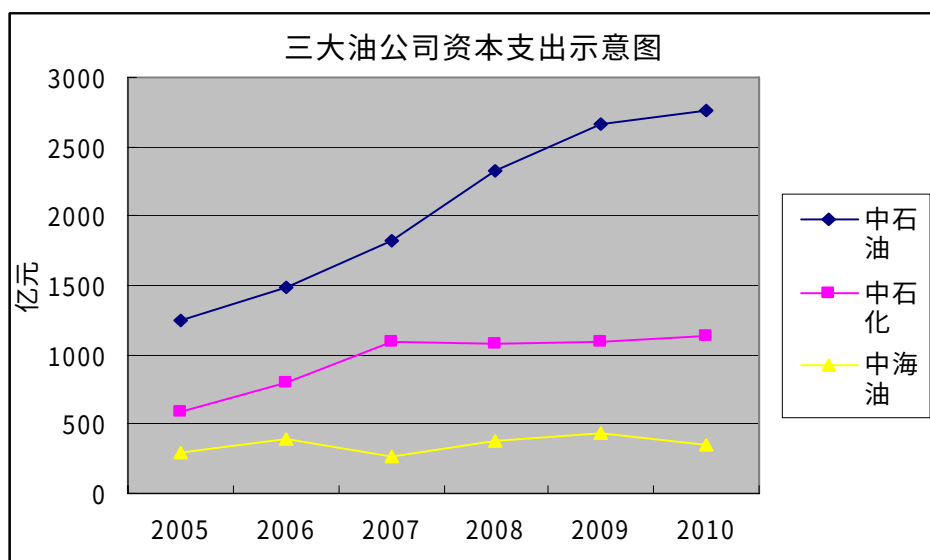


图 4 三大油公司资本支出示意图

数据来源：三公司网站、东北证券

中石油和中石化的资本支出 5 年平均增速都超过 14%，而中海油由于下游业务占比相对较小，上游业务受到金融危机影响相对较大，因此资本支出不太稳定。然而，中海油随着下游业务规模的增大，以及国家对海洋油气勘探的高度重视，公司计划今年资本支出将比去年猛增 72.9%，达到 87.70 亿美元的历史新高。

公司将秉承“稳步发展、追求利益、做大做强、走向国际”的发展宗旨，以特色技术和专有产品占领和巩固市场，通过借船出海等方式努力扩大海外市场。通过 IPO 公司解决了资金短缺这一发展中的最大约束，一方面通过募投项目的实施迅速扩大产能，二是引进更多的技术和管理人才，尤其是复合型、外向型人才的培养。公司根据目前的市场状况及产业特点，提出了重点发展大型换热设备、海洋油气水分离设备、液化天然气球罐的战略部署。而对于石油钻采设备的重点也将投入到海洋领域。此外，公司在行业技术服务、工程及工程软件开发方面也具备相当的优势，技术服务类收入的占比将呈现上升的趋势。公司将全面落实品牌扩张与资本运作相结合的战略，进一步强化核心竞争力，使公司发展成为国内外有一定影响力的知名品牌高科技企业、具有一定经济实力、一定规模的企业集团。

估值与评级

根据公司的经营状况以及基本面情况，对公司 2011 年、2012 年经营业绩预测如表 2 所示。

目前上市公司中的主要相关公司的平均市盈率（2011 年预测值）为 40 倍左右，以此估值，公司股票的市场价格为 20.00 元。基于公司在石油、石化设备制造方面的独特优势，以及良好的成长预期，给予公司股票的目标价格为 19.00 元，对应 2011 年、2012 年预期

P/E 值分别为 38.00 倍和 27.94 倍。给予公司股票“谨慎推荐”的投资评级。

风险提示：公司的主导产品大型板壳式换热器的推广应用具有渐进性，由于技术、市场或其它的一些因素的影响可能导致其应用进程产生一定的不确定性，从而影响公司的经营业绩。

表 2 公司 2011、2012 年业绩预测表

项目 (亿元)	2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E
营业收入	6.58	6.45	7.93	9.52
营业成本	4.11	3.94	4.83	5.52
税金及附加	0.06	0.08	0.08	0.10
销售费用	0.31	0.31	0.40	0.50
管理费用	0.61	0.67	0.68	0.73
财务费用	0.07	0.16	0.17	0.18
资产减值损失	0.09	0.07	0.08	0.10
公允价值变动收益				
投资收益				
营业利润	1.33	1.21	1.69	2.39
营业外收入	0.10	0.13	0.20	0.20
营业外支出	0.00	0.01	0.02	0.02
利润总额	1.43	1.32	1.87	2.57
所得税	0.21	0.19	0.26	0.38
净利润	1.21	1.13	1.61	2.19
归属母公司净利润	1.21	1.12	1.60	2.18
少数股东损益	0.00	0.01	0.01	0.01
EPS (元)	0.54	0.47	0.50	0.68

数据来源：公司各期报告、东北证券

注：除 EPS 单位为元外，其余均为亿元。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。